

## わが国におけるインサイダー取引規制

著者	栗山 修
雑誌名	神戸外大論叢
巻	52
号	3
ページ	91-118
発行年	2001-09-30
URL	<a href="http://id.nii.ac.jp/1085/00001202/">http://id.nii.ac.jp/1085/00001202/</a>



# わが国におけるインサイダー取引規制

栗 山 修

## I はじめに

証券の価値に影響をおよぼす重要で未公開の情報を利用してなされる取引は、証券市場の公正性・健全性を著しく損なう。一般にインサイダー取引 (insider trading)<sup>(1)</sup> と称されるこのような取引は、投資者に不測の損害をあたえる違法な証券取引である。米国では主として連邦証券関係諸法 (federal securities laws)<sup>(2)</sup> のもとでインサイダー取引は早くから規制がなされ、その発展も著しい。

わが国におけるインサイダー取引規制は、これまで必ずしも十分になされてきたとはいいがたい。Securities Act of 1933 (連邦証券法), Securities Exchange Act of 1934 (連邦証券取引所法) を参考に制定されたわが国の証券取引法<sup>(3)</sup> (以下、証取法) にも、米国で規制の中心とされている Rule 10b-5 とほぼ同内容の157条 (旧58条) がある。同条は規定のしかたが抽象的でインサイダー取引の定義も不明確であるとして、インサイダー取引をした者に刑事罰が科されたことはこれまでなかった。わが国でインサイダー取引がなされていないのであれば、規制の必要はない。しかし実際には、そのようなことはないと言われていた。このような状況のなかで、昭和62年にインサイダー取引を疑わせる事件が生じた。これを契機に、インサイダー取引をした者に刑事罰を科しうる旨の規定が新設された。

以下ではわが国におけるインサイダー取引規制の経緯を概観し、同規制に関する新設規定の枠組みを考察する。また、インサイダー取引に関する最近

の最高裁判決を紹介し、問題点を検討する。さらには、インサイダー取引で損害を受けた投資者の民事救済についても言及する。

注)

- (1) “insider trading” には、取締役等の会社内部者のみならず、内部情報受領者 (tippee) 等のように会社外部者 (outsider of the corporate issuer) のなす取引も含まれる。このことから、米国ではこのような取引を “insider trading” と総称するのは不適切であるとされている (WANG & STEINBERG, INSIDER TRADING 2 (1996))。
- (2) Securities Act of 1933, Securities Exchange Act of 1934 をはじめとする 7 法律の総称である。
- (3) 鈴木竹雄＝河本一郎・証券取引法 (新版) 13 頁 (昭和 59 年)。

## II 規制・改正の経緯と枠組み

### 1 規制の経緯

インサイダー取引による利益は、会社経営者の報酬にあたる。してみれば、当該取引を規制すべきとの主張は道徳的によくないという感情論に基づくものである。以前には、このような異説もあった<sup>(1)</sup>。しかし現在ではわが国においても米国と同様に、インサイダー取引は法的規制を必要とする違法な証券取引であるとするのが定説である<sup>(2)</sup>。インサイダー取引は証取法 157 条 1 号が規定する有価証券等の売買等について「不正の手段、計画又は技巧をすること」にあたると解されている<sup>(3)</sup>。しかるに、インサイダー取引を理由に同号違反に基づく刑事責任・民事責任を問われた事例はこれまでないとされている<sup>(4)</sup>。わが国でインサイダー取引がなされていなければ、これも首肯できる。しかし外国からは、同取引が多くなされているとの報道がなされていた<sup>(5)</sup>。昭和 51 年 5 月 11 日にだされた証券取引審議会報告書「株主構成と資本市場のあり方について」<sup>(6)</sup>も、証取法 58 条 (現行 157 条) の適用を直ちにインサイダー取引にまで広げることには限界があるとした。

このような状況のなかで、昭和62年におきたタテホ化学工業のいわゆる財テク失敗をめぐる金融機関の証券売付けがインサイダー取引にあたる疑いがあるとされた。この事件を契機に、わが国でもインサイダー取引規制の必要性が痛感された。そこで昭和62年10月19日に、証券取引審議会は不公正取引特別部会を設置した。昭和63年2月16日に、特別部会は7回にわたる集中審議による報告書をまとめた。同報告書は同月26日の証券取引審議会総会で審議・了承され、証券取引審議会報告書「内部者取引の規制の在り方について」（以下、報告書）として大蔵大臣に提出された。報告書は、Ⅰはじめに・Ⅱ内部者取引の規制の現状・Ⅲ内部者取引の規制の在り方・Ⅳ結び、から構成されている。報告書の中心をなすのは上記Ⅲであり、未然防止体制の整備と法制の整備から構成されている。前者は発行会社・証券取引所・証券会社・金融機関等に分類され、それぞれが未然防止体制をどのように整備するかを提示する。後者は、会社役員および主要株主の短期における自社株売買の把握・管理を実効あるものにすべく売買報告書提出義務の復活を提言する。また、証取法58条1号（現行157条1号）は抽象的な規定であることから、必ずしも適切な適用がなされているとはいいがたい。そこで、具体的かつ明確な構成要件をもつ規定を設け、違反者には刑事罰を科す旨を提言した。<sup>(7)</sup>

注)

- (1) 福田敬太郎「内部者取引と情報市場」インベストメント20巻2号2頁（昭和42年）以下参照。同説は、MANNE, INSIDER TRADING AND THE STOCK MARKET (1966) の影響を受けている。同書の解説が、龍田節 [1971—2] アメリカ法283頁以下でなされている。
- (2) 河本一郎＝大武泰南・証券取引法読本〔第4版 補訂版〕270頁以下（平成12年）等を参照。
- (3) 神崎克郎・証券取引法〔新版〕610頁（昭和62年）等を参照。
- (4) 鈴木＝河本・前掲注（3）554頁以下。
- (5) Business Week, October 15, 1984, at 44-47 は「日本のウォール・ストリートである兜町では、多くのインサイダー取引がなされている。日本にも米国と同様の規制内容をもつ証取法が存在するにもかかわらず、同法に基づく規制はほとんどなされていない」と報じている。

- (6) 大蔵省証券局年報昭和51年版57頁以下。
- (7) 報告書が提出されるに至った背景等については、竹内昭夫「インサイダー取引規制の強化(上)(下)」商事法務1142号2頁以下(昭和63年)、同1144号9頁以下(昭和63年)参照。

## 2 改正の経緯

報告書を受けて、昭和63年にインサイダー取引規制に関する規定が証取法に新設された。昭和63年からこれまでになされた主要な改正は、大略つぎのようである。

### (1) 昭和63年改正

以下の規定が新設された。

- (イ) インサイダー取引をした、①会社関係者等(旧190条の2・現行166条)および、②公開買付者等関係者等(旧190条の3・現行167条)は、6月以下の懲役または50万円以下の罰金に処せられる(旧200条4号)。
- (ロ) 上記①・上記②の関係する法人にも50万円以下の罰金が科せられる(旧207条)。
- (ハ) 会社役員および主要株主は、自社株売買の報告義務を負う(旧188条・現行163条)。

### (2) 平成4年改正

- (イ) 「店頭売買有価証券」を、対象有価証券とした。
- (ロ) 有価証券の不正取引に関する規定が、「第6章 有価証券の取引等に関する規制」にまとめられた。

### (3) 平成6年改正

- (イ) 優先出資法に規定する優先出資証券または優先出資引受権を表示する証書を、「特定有価証券」とした(163条1項)。
- (ロ) 優先出資法に規定する優先出資の決定を「重要事実」とした(166条2項1号イの括弧書き)。
- (ハ) 「事業の全部又は一部の譲渡又は譲受け」(166条2項1号ヌ) および

「商法210条ノ2等による自己株式の取得」(166条2項1号ハ)を、重要事実とした。

(4) 平成9年改正

(イ) インサイダー取引をした者にたいする罰則が、引き上げられた。すなわち、会社関係者等・公開買付者等関係者等は、3年以下の懲役または300万円以下の罰金に処せられる。(198条18号)。これらの者が関係する法人には3億円以下の罰金が科せられる(207条1項2号)。

(ロ) 「株式消却特例法による自己株式の取得」を「重要事実」とした(166条2項1号ハ)。

(5) 平成10年改正

(イ) 「有価証券指数等先物取引」, 「有価証券オプション取引」, 「外国市場証券先物取引」, 「有価証券店頭デリバティブ取引」を対象有価証券とした(166条1項柱書き)。

(ロ) 上場会社等の「親会社」の関係者(166条1項1号の括弧書き), 上場会社等またはその親会社との間で「契約締結の交渉をしている者(166条1項4号), 会社関係者から「職務上」重要事実の伝達を受けた者が所属する法人の役員等であってその者の職務に関し重要事実を知った者(166条3項後半)が規制の対象者とされた。

(ハ) 「減資に伴う自己株式の取得」(166条2項1号ハ), 「外国企業が海外で行う自己株式の取得」(166条2項1号ハの括弧書き), 「業務遂行の過程で生じた損害の発生」(166条2項2号イ後半), 「配当金予想値の変動」(166条2項3号), 「子会社に関する情報」(166条2項5号から8号まで)を「重要事実」とした。

(ニ) インサイダー取引をした者が得た財産を没収・追徴できるとされた(198条の2)。

(6) 平成11年改正

「株式交換」(166条2項ヘ), 「株式移転」(166条2項ト)を「重要事

実」とした。

(7) 平成12年改正

(イ) 「上場会社等が属する企業集団に関する連絡決算情報の予想値との差異の発生」(166条2項7号)および「上場会社等の子会社に関する重要情報」(166条2項5号)を重要事実とした。

(ロ) 上場会社等の「子会社」の関係者を、規制の対象者とした(166条1項1号括弧書き)。

(ハ) 子会社に関する「重要事実」については、親会社による公表とともに子会社による公表を認める(166条4項)。

(8) 平成13年改正

「会社分割」を重要事実とした(166条2項1号リ)。

### 3 規制の枠組み

証取法はインサイダー取引をした者(以下、インサイダー)にたいし、つぎのようなサンクションを科す。

(イ) 役員・主要株主が得た短期売買差益を会社に返還させる。

(ロ) 以下の者に刑事罰が科せられる。①会社関係者。②元会社関係者。③公開買付者等関係者。④元公開買付者等関係者。⑤情報受領者。⑥インサイダーに該当するすべての<sup>(1)</sup>者。

(1) 短期売買差益の返還

証取法164条は、つぎのように規定する。すなわち、上場会社等の取締役・監査役・主要株主は、自己の計算で自社株を買い付けてから6ヶ月以内に売り付けるまたは売り付けてから買い付けて得た利益を会社に返還しなければならない。<sup>(2)</sup>同条は、1934年連邦証券取引所法16条(b)項と酷似する。取締役または監査役は、役員と称される<sup>(3)</sup>(21条1項1号)。主要株主とは、自己または他人(仮設人を含む)の名義をもって発行済株式総数の10パーセント以上の株式を所有する株主をいう(163条1項)。上場会社等の株主は、役員・主

要株主（以下、役員等）にたいして短期売買差益の返還を会社に要求しうる。当該要求をした日から60日以内に返還請求がなされない場合には、上場会社等に代位して株主が当該請求をしうる<sup>(4)</sup>（164条2項）。なお、返還請求権の除斥期間は2年である（164条3項）。証取法164条1項が「上場会社等の役員又は主要株主がその職務又は地位により取得した秘密を不当に利用することを防止するため」と規定するように、役員等に短期売買差益を会社に返還させる意義はインサイダー取引の防止にあるとされる<sup>(5)</sup>。反対説はあるものの<sup>(6)</sup>、内部情報利用の有無にかかわらず同項は適用されると解されている<sup>(7)</sup>。このことから、役員等は自社株の売付け・買付けをした時から6ヶ月間は自社株の買付け・売付けが事実上禁止される<sup>(8)</sup>。したがって、内部情報を利用していなくても6ヶ月以内の取引であれば同項は適用されるが、内部情報を利用しているも6ヶ月を越える取引であれば適用されない。もっとも、後者については後記の証取法166条・同法167条・同法157条が適用される可能性はある<sup>(9)</sup>。また、A社の取締役aが同社に関する内部情報をB社の取締役bに伝達し、取締役bもB社に関する内部情報を取締役aに伝達した。当該情報に基づいて取締役aはB社株を、取締役bはA社株をそれぞれ買い付けてから6ヶ月以内に売り付けて利益を得た。このようなケースで2名の取締役は自社株を売買してはいないので、証取法164条は適用されない。

証取法163条は、つぎのように規定する。すなわち、上場会社等の役員等が自社の特定有価証券等の売買等をした場合にはそれに関する報告書を売買等があった日の属する月の翌月15日までに内閣総理大臣に提出しなければならない。同条は、証取法164条を実効あらしめるための規定である<sup>(10)</sup>。なお同条は、1934年連邦証券取引所法16条(a)項と酷似する。証取法制定時には、役員等の持株異動報告義務を定める規定があった（旧188条）。しかし実効性が乏しいことを理由に、当該規定は昭和28年に削除された<sup>(11)</sup>。規定の削除は、短期売買差益の返還請求を有名無実化するものであるとの強い批判がなされた<sup>(12)</sup>。そこで昭和63年に、証取法旧188条とほぼ同内容の規定が163条として復活し



た。

注)

- (1) 証券会社は上記①から上記⑤に該当することを知りながら、これらの者の売買等の相手方となるまたは売買等の受託等をしてはならない(42条1項9号・証券会社の行為規制等に関する内閣府令4条8号)。
- (2) 役員・主要株主がその職務または地位により知るべき情報の多くは、会社経営のためにのみ利用されるべき性質のものであろう。役員等がこのような性質を有する情報を不当に利用して利益を得るのは、違法である。してみれば、役員等にたいする短期売買差益の返還は法が特別に定めた責任といえよう。また、役員等が利用する情報の多くは会社に帰属するものであろうから、当該情報を利用して得た短期売買差益は会社に返還されると解されよう。
- (3) 同号は、取締役・監査役に準じる者は(「顧問」・「相談役」等がこれに該当しよう)164条の適用主体とはされない旨規定する。内部情報利用の有無とは無関係に本条は適用されるから、「役員」も形式的に解釈されるべきであるとされるのがその理由である(神崎・証券取引法[新版]622頁脚注(4))。
- (4) 同項は、代表訴訟に関する先駆的意義をもつ規定である(北沢正啓・会社法[第6版]450項(平成12年))。
- (5) 鈴木=河本・証券取引法[新版]556頁, 神崎・前掲注(3)618項。
- (6) 佐々木秀雄「会社役員等に対する不当利益返還請求権発生要件」商事法務789号21頁(昭和52年)は、内部情報の利用を必要とする。
- (7) 河本=大武・証券取引法読本[第4版補訂版]287頁(平成12年)。
- (8) 佐々木・前掲注(6)は、原告が被告の内部情報利用を立証できなければ証取法189条(現164条)1項は適用されないと主張する。確かに、内部情報の利用と短期売買差益の間に因果関係がなければインサイダー取引にはあたらない。もっとも、因果関係の立証は必ずしも容易ではない。因果関係の立証が同項適用の必須要件とされるのであれば、被告の反証がない限り役員等の短期売買差益と内部情報利用の間には因果関係があると推定する旨の解釈も一考に値しよう。しかし証取法164条1項はインサイダー取引の防止がその趣旨であることを考慮すると、同項は短期売買差益が内部情報を利用して得られたものとみなす旨の解釈がなされるべきであろう。
- (9) 神崎・前掲注(3)618頁以下参照。
- (10) 報告書の不提出または虚偽の報告書を提出した場合に、役員等は6月以下の懲役もしくは50万円以下の罰金またはこれを併科される(205条12号)。上場会社等にも50万円以下の罰金が科せられる(207条1項5号)。
- (11) 竹内「内部者取引」証券研究41巻138頁(昭和50年)。
- (12) 竹内・前掲注(11)138頁は、「かつて大蔵省の某証券局長がいみじくも述べたように、188条の削除は、わが国の証券取引規制の歴史における一つの『汚点』であったというほかはない」とされる。

## (2) 刑事罰

### (イ) 総説

インサイダー取引は、証取法旧58条1号（現行157条1号）が規定する有価証券の売買その他の取引について「不正の手段、計画又は技巧をすること」にあたると解されていた。同号の違反者には、刑事罰が科されうる。しかしこれまで、インサイダー取引に同号の適用されたケースは皆無であった。昭和63年に提出された報告書（前記1）も「内部者取引が行われた場合について、適切な行政の対応に加え、適切な刑事罰を整備し適用する必要がある」とした<sup>(1)</sup>。そこで昭和63年の証取法改正で、会社関係者等に刑事罰を科しうる旨の規定を新設した（前記2）。

新設された規定は（旧190条の2・旧190条の3・旧200条4号、現行166条・現行167条・現行198条18号）、証券市場の公正性と健全性にたいする投資者の信頼を保護法益とする。これを実現すべく新設規定は、一定の立場にある者が特定の重要事実を知って当該事実が公表される前に証券の売買をなすこととそれ自体を処罰する。すなわち、新設規定は実質的な考慮を排除して一定の行為を形式的に処罰する<sup>(2)</sup>。したがって会社関係者等が重要事実を知って証券の売買をすれば、これらの者は原則として新設規定の適用主体とされる<sup>(3)</sup>。

証取法157条1号（旧58条1号）と同法166条（旧190条の2）・167条（旧190条の3）との関係はいかにあるのか。これまで前者が、インサイダー取引に適用されたことはなかった。規定のしかたが抽象的で、漠然としているのがその理由とされていた<sup>(4)</sup>。そこで、インサイダー取引とされる場合を具体的に規定したのが後者である。また、前者は後者より法定刑が重い。このことから、単なるインサイダー取引そのものについては後者の違反のみが問題となり、前者の違反を構成しないとする説がある<sup>(5)</sup>（法条競合説）。これにたいし後者は前者の特則ではなく、後者が適用される取引について前者の適用も排除されないとする説がある<sup>(6)</sup>（観念的競合説）。観念的競合説の支持が、比較的多いとされている<sup>(7)</sup>。学説は早くから、前者がインサイダー取引に適用

されるところにきた。インサイダー取引は、相場操縦にまさるとも劣らない悪質な証券取引である。<sup>(8)</sup>しかるに、法条競合説によれば相場操縦をした者よりもインサイダー取引をした者に科せられる刑事罰は原則として軽いものになる。以上を考慮すれば、観念的競合説が妥当といえよう。

注)

- (1) 証取審報告書「内部者取引の規制の在り方について」Ⅲ・４・(1)・①。
- (2) 龍田「インサイダー取引規制」ジュリスト948号156頁(平成2年)以下参照。
- (3) 神崎「内部者取引の禁止——その基本的構造——」金融・商事判例 806号126頁  
脚注(3)は「証券取引が重要な情報を利用して行われたものであるかどうか、重要な情報に基づき利益を得または損失を回避する目的で行われたものであるかどうか、ましてや、証券取引によって現実に利益が得られ、損失が回避されたか否かは問題ではない」とされる。もっとも、龍田・前掲注(2)157頁は「未公表の事実を知って取引した者が、その情報を利用しなかったとは考えられない」とされる。
- (4) 龍田「証券取引法58条1号にいう『不正の手段』の意義」新証券・商品取引判例百選144頁(平成元年)。
- (5) 神崎・前掲注(3)125頁。
- (6) 横畠裕之・逐条解説インサイダー取引規制と罰則15頁(平成元年)。
- (7) 龍田・前掲注(2)157頁。
- (8) 龍田・前掲注(2)157頁は「証券市場が存続する限り、インサイダー取引はあってはならない行為である。行為の悪性は相場操縦(証取125条)にまさるとも劣らない」とされる。

(ロ) 規制対象者

(a) 会社関係者

以下の①から⑤に該当する者(会社関係者)が、上場会社等に係る業務等に関する重要事実をその職務等に関し知った。その場合には、当該重要事実が公表された後でなければ当該上場会社等の特定有価証券等の売買等をしてはならない(166条1項前段。以下の(i)から(iii)までを参照)。これに違反した者は、3年以下の懲役または300万円以下の罰金に処せられる(198条18号)。なお、新株引受権(優先出資引受権を含む)を有する者が当該新株引受権を

行使して株券を取得する場合のように、証取法166条6項に該当すれば規制対象から除外される。

(i) 規制対象とされる有価証券

上場会社等が発行する特定有価証券等が、規制対象とされる有価証券である。「上場会社等」とは、株券等の有価証券で証券取引所に上場されているまたは店頭売買有価証券に該当するその他の政令で定める有価証券の発行者をいう(163条1項・証取令27条の2)。「特定有価証券」とは、上場会社等の発行する株券等の「特定有価証券」と特定有価証券に係るオプションを表示する証券または証書等の「関連有価証券」をいう(証取令27条の4)。

(ii) 重要事実

重要事実には、決定にかかる重要事実と発生にかかる重要事実とがある。「決定にかかる重要事実」とは株式の発行等、証取法166条2項1号のイからワに該当する事実がこれにあたる。「発生にかかる重要事実」とは、災害に起因する損害または業務遂行の過程で生じた損害等、証取法166条2項2号のイから同号ニに該当する事実がこれにあたる。以上の事実該当しても、投資判断におよぼす影響が軽微であると内閣府令が定めるものは「重要事実」とはされない。また、上場会社等の運営、業務または財産に関する重要な事実であって投資者の投資判断に著しい影響をおよぼすものも「重要事実」とされる(166条2項4号。後記Ⅲ・1・(2)参照)。

(iii) 公表

上場会社等の取締役等が、2つ以上の報道機関にたいして重要事実を公開した時から12時間が経過した(166条4項前半・証取令30条)または重要事実に係る事項の記載がある有価証券報告書等が公衆縦覧に供された場合(166条4項後半)には、「公表」がなされたことになる。

① 上場会社等の役員等

取締役・監査役・代理人・使用人その他の従業者が、これに該当する(166条1項1号)。上場会社の親会社・子会社(166条5項)の役員等も、これに

該当する。「代理人」とは、支配人（商法38条）等がこれにあたる。「使用人その他の従業者」とは上場会社等の業務に従事している者を意味し、パート・タイムで働く者や派遣社員もこれにあたる。

② 帳簿閲覧請求権を有する株主等

上場会社等（親会社・子会社を含む）の総株主の議決権の3パーセント以上にあたる株式を有する株主が、これに該当する（166条1項2号）。株主が法人であれば、当該法人の役員等がこれにあたる。株主が法人以外の者であれば、その代理人または使用人もこれにあたる。複数の株主が持株を合わせて上記要件を満たせば、それらの株主も規制対象者とされる。

③ 法令関係者

上場会社等（親会社・子会社を含む）にたいして法令に基づく権限を有する者が、これに該当する（166条1項3号）。たとえば、許認可・免許の付与・調査・立入検査といった権限を有する者がこれにあたる。国会議員が国政調査権を行使する場合も、これにあたる。

④ 契約関係者等

上場会社等（親会社・子会社を含む）と契約を締結しているまたは締結の交渉をしている者が、これに該当する（166条1項4号）。上場会社と融資契約を締結している取引銀行等が、これにあたる。

契約関係者が法人であれば、当該法人の役員等がこれにあたる。契約関係者が法人以外の者であれば、その代理人または使用人もこれにあたる。

⑤ 上記②・上記④に該当する者が法人である場合における当該法人の役員等（上記②・上記④に該当する役員は除く）

法人が帳簿閲覧請求権を有する株主・契約関係者に該当すれば、当該役員等は売買等ができない。同様に、当該役員等が知ることのできた重要情報を他の役員等が職務に関し知って売買等をするのも禁止される。たとえば、証券会社の引受部門担当者が職務上知ることのできた重要事実を営業部門担当者が知って売買等をした場合がこれにあたる。<sup>(1)</sup>

(b) 元会社関係者

重要事実を知った会社関係者は、会社関係者でなくなった後も1年間はインサイダー取引規制の対象者とされる(166条1項後段)。すなわち、元会社関係者も会社関係者と同様に3年以下の懲役または300万円以下の罰金に処せられる(198条18号)。なお、証取法166条6項に該当する場合には規制対象から除外される。

(c) 公開買付者等関係者

以下の①から⑤に該当する者が(公開買付者等関係者)、上場等株券等の公開買付け等の実施または中止に関する事実を知った。その場合に、これらの者は当該事実が公表された後でなければ公開買付け等に係る特定株券等の売買等をしてはならない(167条1項前段。以下の(i)から(iii)までを参照)。これに違反した者は、3年以下の懲役または300万円以下の罰金に処せられる(198条18号)。

(i) 規制対象とされる有価証券

公開買付け等の対象とされる上場等株券等が、規制対象とされる有価証券である。「公開買付け等」とは①発行者である会社以外の者による株券等の公開買付け(27条の2項)、②買集め行為(証取令31条)、③自己株式の公開買付けをいう。

(ii) 公開買付け等事実

「公開買付け等事実」とは、公開買付け等の実施に関する事実または公開買付け等の中止に関する事実をいう(167条1項)。

(iii) 公表

①公開買付者等が、2つ以上の報道機関にたいして公開買付け等の実施等に関する事実を公開した時から12時間が経過した(167条4項前半・証取令30条)、②公開買付開始公告(27条の3 1項・27条の22の22項)、③公開買付中止公告もしくは公表がなされたこと(27条の112項・27条の22の2 2項)、④公開買付届出書もしくは公開買付撤回届出書が公衆縦覧に供されたことを

いう（167条4項後半）。公表は、公開買付け等をなす者がおこなう。

① 公開買付け者等の役員等

② 公開買付け者等にたいし帳簿閲覧請求権を有する株主等

③ 公開買付け者等にたいし法令に基づく権限を有する者

④ 公開買付け者等と契約を締結している者

⑤ 上記②・上記④に該当する者が法人である場合における当該法人の役員等で、上記②・上記④に該当しない<sup>(2)</sup>者

(d) 元公開買付者等関係者

公開買付け等の実施等に関する事実を知った公開買付者等関係者は、公開買付等関係者でなくなった後も1年間はインサイダー取引規制の対象者とされる（167条1項後段）。

(e) 上記①から上記④までに該当する者が関係する法人

上記①から上記④までに該当する者が関係する法人には、3億円以下の罰金が科せられる（207条1項2号）。

(f) 情報受領者

会社関係者・元会社関係者または公開買付け者等関係者・元公開買付け者等関係者から重要事実の伝達を受けた者は、当該事実が公表された後でなければ上場会社等の有価証券等の売買等が禁止される。職務上重要事実の伝達を受けた者が所属する法人の他の役員等であって、その者の職務に関し当該事実を知った者も同様である。

会社関係者等・公開買付者等関係者等から重要事実を知った者（第一次情報受領者）のみが、規制の対象者とされる。したがって、第一次情報受領者から上記重要事実の伝達を受けた者（第二次情報受領者）はその対象とされない。もっとも、第二次情報受領者が第一次情報受領者の共犯として処罰の対象とされることはありえよう。

(g) インサイダーに該当するすべての者

有価証券の売買等をした者は、5年以下の懲役もしくは500万円以下の罰

金に処されまたはこれを併科される（157条1号・197条7号）。

157条1号は、会社関係者等・公開買付者等関係者等のみならず何人にも適用される。また取引対象も特定有価証券等に限られず、相対取引にも適用される。

注)

- (1) 堀口亘・ハンドブック証券取引法318頁（平成13年）。
- (2) 上記①から上記⑤までの内容は、会社関係者に関する前記①から前記⑤までとほぼ同様である。

### Ⅲ インサイダー取引に関する最近の最高裁判決と問題点

以下では、「重要事実」・「業務執行を決定する機関」等について判示した最近の最高裁判決を紹介し、問題点を検討する。

#### 1 日本商事事件最高裁判決

##### (1) 事実の概要・判旨

Yは、千葉市中央区にある皮膚科医院の院長であった。Yは、平成5年10月12日午後1時ころ、丙川薬品株式会社千葉支店第一営業部次長からつぎのような内容の文書を手交された。すなわち、日本商事株式会社（以下、日本商事）が乙野醤油と共同開発した皮膚科用抗ウィルス剤のユースビル錠とフルオロウラシル系薬剤との併用投与によって、死亡例を含む副作用症例が発生した。なお、日本商事が実質上初めて開発し平成5年9月3日に発売されたユースビル錠は、同社の株価上昇のもとになった医薬品である。日本商事は、大阪証券取引所の開設する有価証券市場に株式を上場している。丙川薬品株式会社は、日本商事と医薬品の販売取引契約を締結していた。

文書を読んで上記事実を知ったYは、当該事実の公表により日本商事の株価が確実に下落するものと予想した。そこでYは、平成5年10月12日午



後1時50分ころ、山一証券千葉支店を介し大阪証券取引所において、日本商事の株式を信用取引で1万株売り付けた。なお同日午後1時40分ころ、日本商事から大阪証券取引所宛に、ユースビル錠の副作用が発生したことおよび厚生省が緊急安全性情報を発表する予定である旨の報告がなされていた。同取引所は取引所業務規程27条2号の「有価証券又はその発行者に関し、投資者の投資判断に重大な影響を与えるおそれがあると認められる情報が生じている場合で、当該情報の内容が不明である場合又は本所が当該情報の内容を周知させる必要があると認める場合」に該当するものと判断し、同日午後2時10分、日本商事株の売買を停止した。Yは翌13日に日本商事株1万株を2,660円で買い戻し、その差額である470万円の利益を得た。

ユースビル錠の副作用発生事実は証取法166条2項4号に該当し、当該事実を知らされたYは情報受領者にあたるとしてYは起訴された。

#### 第一審判決<sup>(1)</sup>

大阪地方裁判所は、大略つぎのような理由でYを罰金30万円に処した。

① ユースビル錠の副作用発生事実は、証取法166条2項2号イの「災害又は業務に起因する損害」にあたる可能性がある。そのためには、いわゆる「軽微基準」を上回る必要がある。しかし本件では、当該基準を上回るとの証拠はない。また、上記事実は同項1号から3号には該当しない。

② そこで本件事実が、同項4号にいう「当該上場会社等の運営、業務又は財産に関する重要な事実であって投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの」にあたるかが問題となる。同項4号は、同項1号ないし3号に準ずる程度のものと解するのが相当である。

③ 本件事実は、証取法166条2項1号ないし3号に準ずる程度のものとして同項4号にあたりと認められる。

#### 第二審判決<sup>(2)</sup>

大阪高等裁判所は、大略つぎのような理由で第一審判決を破棄して大阪地方裁判所に差し戻した。

① 証取法166条2項4号は、同項1号から3号までに掲げられた業務等に関する重要事実以外の事実についての規定である。すなわち、同項1号から3号まではそれぞれ独立した構成要件であって、4号に内包される単なるガイドライン的な規定ではない。してみれば、同項4号はあくまで補充的・補助的規定として設けられたものとみるべきである。

② 業務等に関する重要事実が1号から3号までに該当しなければ、4号に該当することはない。4号の冒頭にある「前三号に掲げる事実を除き」との文言からも、このようにいえる。

③ 第一審判決は、ユースビル錠の副作用発生事実は2項2号イに該当することについて「軽微基準」を上回ると証拠上判定できないとの理由でこれを否定した。同時に第一審判決は、同項4号の該当性を更に検討してこれを肯定した。上記②の基準によれば、このような解釈は誤っているといわざるをえない。

#### 最高裁判決<sup>(3)</sup>

最高裁判所はつぎのように述べて原判決を破棄し、大阪高等裁判所に差し戻した。

「第一審判決が認定した本件副作用症例の発生は、副作用の被害者らに対する損害賠償の問題を生ずる可能性があるなどの意味では、前記証券取引法166条2項2号イにいう『災害又は業務に起因する損害』が発生した場合に該当し得る面を有する事実であることは否定し難い。しかしながら、第一審判決の認定によると、前記ユースビル錠は、従来医薬品の卸販売では高い業績を挙げていたものの製薬業者としての評価が低かった日本商事が多額の資金を投じて準備した上、実質上初めて開発し、その有力製品として期待していた新薬であり、同社の株価の高値維持にも寄与していたものであったところ、前記のように、その発売直後、同錠を投与された患者らに、死亡例も含む同錠の副作用によるとみられる重篤な症例が発生したというのである。これらの事情を始め、日本商事の規模・営業状況、同社におけるユースビル錠

の売上げ目標の大きさ等、第一審判決が認定したその他の事情にも照らすと、右副作用症例の発生は、日本商事が有力製品として期待していた新薬であるユースビル錠に大きな問題があることを疑わせ、同錠の今後の販売に支障を来すのみならず、日本商事の特に製薬業者としての信用を更に低下させて、同社の今後の業務の展開及び財産状態等に重要な影響を及ぼすことを予測させ、ひいて投資者の投資判断に著しい影響を及ぼし得るという面があり、また、この面においては同号イの損害の発生として包摂・評価され得ない性質の事実であるといわなければならない。もとより、同号イにより包摂・評価される面については、見込まれる損害の額が前記軽微基準を上回ると認められないため結局同号イの該当性が認められないこともあり、その場合には、この面につき更に同項4号の該当性を問題にすることは許されないというべきである。しかしながら、前記のとおり、右副作用症例の発生は、同項2号イの損害の発生として包摂・評価される面とは異なる別の重要な面を有している事実であるということができ、他方、同項1号から3号までの各規定が掲げるその他の業務等に関する重要事実のいずれにも該当しないのであるから、結局これについて同項4号の該当性を問題にすることができるといわなければならない。このように、右副作用症例の発生は、同項2号イの損害の発生に当たる面を有するとしても、そのために同項4号に該当する余地がなくなるものではないのであるから、これが同号所定の業務等に関する重要事実にあたるとして公訴が提起されている本件の場合、同項2号イの損害の発生としては評価されない面のあることを裏付ける前記諸事情の存在を認めた第一審としては、同項4号の該当性の判断に先立って同項2号イの該当性について審理判断しなければならないものではないというべきである。

そうすると、原審としては、以上のような諸事情に関する第一審判決の認定の当否について審理を逐げて、本件副作用症例の発生が同項4号所定の業務等に関する重要事実にあたるか否かにつき判断すべきであったといわなければならない。」

(2) 検討

① 最高裁判決の意義

(a) 特定の事象が「軽微基準」を上回ると認められず証取法166条2項2号イの「災害又は業務に起因する損害」にあたらない場合に、同項4号の該当性を問題にすることは許されない。

(b) 特定の事象が同項2号イの損害の発生に該当しなくても、同項2号イの損害の発生として包摂・評価される面とは異なる別の重要な面を有していれば、当該事象は同項4号の該当性を問題にすることができる。

(c) 以上から、特定の事象が同項4号にあたるとして公訴が提起されている場合、それに先立って同項2号イの該当性について審理判断をする必要はない。

(d) 本件ユースビル錠の副作用発生事実が同項4号に該当するか否かを判断すべく、大阪高等裁判所に差し戻す<sup>(4)</sup>。

② 証取法166条2項2号イと同項4号の関係

日本商事事件における解釈上の問題点は、証取法166条2項2号イ（以下、2号イ）と同項4号（以下、4号）の関係についてである。つぎのような説に、大別できよう。

(a)説 2号イに該当しなければ4号該当はありえないとする説

4号は「前三号に掲げる事実を除き」と規定するように、同号の重要事実は1号から3号が規定する重要事実とは異なるものである。してみれば、1号から3号までに該当しない特定の事象が4号に該当することはありえない。すなわち、特定の事象が二つの側面をもちえないことを前提とする<sup>(5)</sup>。したがって、新製品の企業化が「軽微基準」を上回らない場合に、それが投資判断に著しい影響をおよぼすとして4号に該当することはないとされる<sup>(6)</sup>。本件第二審判決は、この説による<sup>(7)</sup>。

(a)説は、特定の事象が一つの側面しかもちえないことを前提とする。また、取引の際に当該取引をなすことで刑事罰が科されうるか否かを投資者が明確

に知りうるようにすべく、証取法166条が新設された<sup>(8)</sup>。したがって、1号から3号までは「重要事実」を具体的に規定している。それにたいし、4号は投資者の投資判断に著しい影響をおよぼすという実質に着目して抽象的に規定されている。してみれば、4号は1号から3号までが規定する重要事実とは無関係である別個の重要事実を補充的（補助的）に規定する<sup>(9)</sup>。以上から、特定の事実が2号イに該当しなければ4号に該当することはありえないと解釈される。

(a)説は、「重要事実」に該当する範囲が狭くなり、インサイダー取引規制の対象者が三説のなかで最も狭い。このような結果をもたらす同説は、インサイダー取引規制を実効あらしめるために制定された証取法166条の立法趣旨に反しないかとの批判がなされよう。

(b)説 4号該当の検討に先立って2号イのそれをすべきとの説

2号イは、「軽微基準」を上回らなければ適用されない。このように定型的かつ形式的な同規定は、「会社関係者等の株券等の取引規制に関する省令」（現在は、「会社関係者等の特定有価証券等の取引規制に関する内閣府令」）が詳細に定める一定の基準を満たすことで特定の事象は「重要事実」とされる。したがってまず最初に、特定の事象が2号イに該当するかを検討しなければならない。その結果該当しないとされれば、つぎに4号に該当するかという個別的・具体的な判断がなされる。

本件第一審判決は、(b)説による<sup>(10)</sup>。

(b)説も(a)説と同様に、4号を1号から3号までの補充的規定とみる。しかし、特定の事象がケースによっては複数の側面を有するのを前提とする点が(a)説とは異なるといえよう。この説は、つぎのような順序で特定の事象が「重要事実」に該当するかを考える。すなわち、まず最初に特定の事象が1号から3号までに該当するかを検討する。その結果として該当しないとされれば、つぎに4号該当の可能性を検討する。

この説によれば、主位的訴因を2号イ違反、予備的訴因を4号違反として

公訴を提起された場合のみならず、4号違反のみを理由に公訴された場合にも最初に2号イ違反の有無を検討することになろう。しかしそれは迂遠なこととて、最初から4号該当の可能性を検討すべきであると批判されよう。

(c)説 4号該当の検討に先立って2号イのそれをする必要はないとする説  
特定の事象が2号イに該当する可能性があっても、当該事実が同規定に包摂・評価される面とは異なる別の側面があると認められる場合には、4号該当の有無も検討されるべきである。すなわち、特定の事象には2号イおよび4号両規定の適用が可能であり、どちらか一方が適用されれば特定の事象は「重要事実」にあたる。してみれば、4号該当の検討に先立って2号イのそれをする必要はないといえよう。

本件最高裁判決は、このように説く<sup>(11)</sup>。

(c)説は、特定の事象がケースによって複数の側面を有するとの前提にたつ点では(b)説と同様である。しかし1号から3号までがそれぞれ独立の規定であると同様に、4号も独立した規定と解する点で(b)説とは異なる。

1号から4号までがそれぞれ独立の規定であれば、「重要事実」を具体的に規定した1号から3号までの規定は存在意識がなくなると批判される<sup>(12)</sup>。

以上のように、2号イと4号の関係について解釈が分かれる。「重要事実」に関する規定のしかたの不備がその一因といえよう。このことは早くから指摘されており、不備を改善すべく早急な規定の改正が望まれる<sup>(13)</sup>。

法)

- (1) 大阪地判平成8年5月24日判決(判例時報1609号153頁)。
- (2) 大阪高判平成9年10月24日判決(判例時報1625号3頁)。
- (3) 最判平成11年2月16日判決(刑集53巻2号1頁)。
- (4) 差戻後控訴審判決については、資料版/商事法務207号91頁(平成13年)参照。
- (5) 品谷篤谷「証券取引法166条2号4号の解釈」ジュリスト1154号89頁(平成11年)。
- (6) 横畠・逐条解説インサイダー取引規制と罰則119頁(平成元年)。
- (7) 横畠・前掲注(6)119頁、神山敏雄「判例評論」481号215頁(平成11年)もこの説を支持する。

- (8) 横畠・前掲注(6)16頁。
- (9) 芝原邦爾「日本商事株式インサイダー取引事件最高裁判決の検討」商事法務152号59頁(平成11年)。
- (10) 東京地判平成4年9月25日判決(いわゆる「マクロス事件判決」)判例時報1438号151頁も同様である。河本一郎「インサイダー取引をめぐる最近の諸問題」インベストメント48巻4号8頁(平成7年)は、この説を支持する。龍田「インサイダー取引の禁止」法学教室159号67頁(平成5年)も、この説に理解を示す。  
第一審判決について、島袋鉄男「インサイダー取引規制における証取法166条2項4号の事実」ジュリスト1113号108頁(平成11年)は、省令(現在は内閣府令)が「軽微基準」未満であると見込まれるとの文言を重視して、本件症例の発生が2号イに該当するとの解釈も不可能ではないとする。
- (11) 神崎克郎「日本商事事件の法的検討」商事法務1444号10頁(平成8年)によつたものと思われる。
- (12) 河本・前掲注(10)8頁。
- (13) 龍田「インサイダー取引規制」ジュリスト948号156頁(平成2年)。

## 2. 日本織物加工事件最高裁判決

### (1) 事実の概要・判旨

日本織物加工株式会社(以下、N社)は、大阪証券取引所第2部等の上場会社であった。N社は平成6年当時、発行済株式総数の過半数を東海染工株式会社(以下、T社)とユニチカ株式会社(以下、U社)におよそ2対1の割合で保有されていた。T社は平成4年6月、N社の経営を再建すべくBをN社に派遣した。BはN社の代表取締役社長に就任して会社再建をめざしたが、経営状態は好転しなかった。そこでBは平成5年3月ころ、いわゆるM & Aの仲介あっせん業者である株式会社レコフ(以下、R社)にN社のM & A仲介を依頼した。その後の平成6年3月ころ、R社から株式会社ユニマツト(以下、Un社)を紹介された。M & Aを成立させるための交渉を開始し、同月15日にUn社・T社・N社の間で有効期限を3年とする秘密保持契約を締結した。Un社の監査役兼顧問弁護士であったYは、同年5月ころUn社代表取締役社長CからN社を対象とするM & Aに関する一切の交渉を委任された。そこでYは同月18日ころに以下のようなM & Aの枠組

み案を作成し、これをT社に提示した。すなわち、N社がUn社に第三者割当増資をするとともに、T社とU社が各保有するN社株をUn社に売却すること等をその内容とする。T社はこれを基本的に了承し、交渉に前向きであった。しかしU社は、これまでに取引のないUn社にN社株を直接譲渡することに難色を示した。その後N社の株価が上昇した等から、同年9月にYがT社に交渉の白紙撤回を通告して交渉はいったん終了した。

同年12月ころ、交渉再開の気運が生じたのでR社副社長Fの仲介により上記M & Aの枠組み案（以下・本件M & A）交渉が再開された。平成7年1月初旬、U社はT社の打診にたいしてT社に協力し交渉もT社に委ねた。しかし、U社の保有するN社株の譲渡は半分を限度としてUn社との直接取引には応じない等の方針を伝えた。事態を打開するため、Un社のC社長とT社のD会長とのトップ会談を同月25日におこなうことが合意された。そこで同月11日、T社のE常務取締役がB社長に、U社のM & A交渉についての感触はよく同月25日にトップ会談の実施が決まったことを伝えた。これを聞いたB社長はE常務取締役に対し「今回は是非実現したいので、よろしくお願いします」等と答えた。同月25日のトップ会談は、Yも同席しておこなわれた。その後YがR社のF副社長等とも協議をして、Un社側の修正案を作成した。同修正案をT社およびU社に伝えたところ、同月2月8日にU社はUn社との直接取引に応じる意向をT社に伝えた。同月14日にはU社社長GとT社のD会長とのトップ会談がおこなわれ、G社長がYの作成した確認書案を了解した。その後同年3月3日にUn社とT社・U社は本件M & Aについての本契約を締結した。その後に記者発表がおこなわれ、第三者割当増資を含む本件M & Aが公表された。

Yは、同年2月16日から同月27日までの間に、東京都内にある証券会社を介して知人の名義で11万3,000のN社株を合計1,828万9,000円で買い付けた。Yは、証取法166条1項4号・同条2項1号違反を理由に起訴された。

第一審判決<sup>(1)</sup>



東京地方裁判所は、大略つぎのような理由で Y を懲役 6 か月に処した。

- ① 証取法166条2項1号にいう「業務執行を決定する機関」とは、株式の発行をなすことについての決定をなしうる機関をいう。してみれば取締役会のみならず、それ以前の段階の意思決定であっても最終的に取締役会での新株発行決定が前提とされるものであれば、「機関」の決定に含まれる。
- ② 以上から B 社長は「機関」に該当し、平成 7 年 1 月 11 日に新株発行を行うことについての決定がなされたといえる。

#### 第二審判決<sup>(2)</sup>

東京高等裁判所は大略つぎのような理由で第一審判決を破棄し、大阪地方裁判所に差し戻した。

- ① 商法等が定める決定権限者のみならず、会社で一定の立場にある者が決定権限者と同視できる場合には「業務執行を決定する機関」に該当する。このことから、B 社長は「機関」に該当する。
- ② 決定に係る事項が確実に実行されるであろうとの予測が成り立つものでなければ、「決定」がなされたことにはならない。してみれば、U 社が直接取引に応じる意向を示した平成 7 年 2 月 8 日に新株発行をおこなうことについての「決定」がなされたと解すべきである。

#### 最高裁判決<sup>(3)</sup>

最高裁判所は大略つぎのように判示して原判決を破棄し、東京高等裁判所に差し戻した。

##### (イ) 業務執行を決定する機関の意義

「証券取引法166条2項1号にいう『業務執行を決定する機関』とは、商法所定の決定権限のある機関には限られず、実質的に会社の意思決定と同視されるような意思決定を行うことのできる機関であれば足りると解される」として、B 社長は「機関」に該当するとした原判決の判断を正当とした。

##### (ロ) 「決定の意義」

「証券取引法166条2項1号にいう『株式の発行』を行うことについての

「決定」をしたとは、右のような機関において、株式の発行それ自体や株式の発行に向けた作業等を会社の業務として行う旨を決定したことをいうものであり、右決定をしたというためには右機関において株式の発行の実現を意図して行ったことを要するが、当該株式の発行が確実に実行されとの予測が成り立つことは要しないと解するのが相当である。けだし、そのような決定の事実、そのみで投資者の投資判断に影響を及ぼし得るものであり、その事実を知ってする会社関係者らの当該事実の公表前における有価証券の売買等を規制することは証券市場の公正性、健全性に対する一般投資家の信頼を確保するという法の目的に資するものであるとともに、規制範囲の明確化の見地から株式の発行を行うことについての決定それ自体を重要事実として明示した法の趣旨にも沿うものであるからである」と述べ、原判決とは異なる判断を示した。

## (2) 検討

### ① 「業務執行を決定する機関」の意義

最高裁判決は商法の決定権限がある機関に限られず、これと実質的に同視されるような意思決定ができれば「機関」にあたるとする。下級審判決も、同様の立場をとる。してみれば、本件のB社長は「機関」にあたるといえよう。

「機関」という商法上のタームが用いられていることから、会社の意思決定に事実上の影響をおよぼす者またはその集団についてはこれに該当しないと解すべきであろう。<sup>(4)</sup> もっとも、会社の意思決定に事実上の影響をおよぼすことが投資者の投資判断に著しい影響をおよぼせば、証取法166条2項4号に該当するであろう。最高裁判決がいう「機関」と同視されるとは、商法が「機関」と明定する者から決定権限を授権された者を意味するといえよう。<sup>(5)</sup>

### ② 「決定」の意義

最高裁判決は「決定」の意義を前記(1)のように述べて、株式の発行が確実に実行されとの予測が成り立つことを要するとした原判決の解釈を誤りと

した。これについては、実現可能性が低くても「決定」があれば重要事実とされるのは疑問であるともされる<sup>(6)</sup>。しかし最高裁判決も述べるように、実現可能性の高低にかかわらず証取法166条2項1号に該当することそれ自体が投資者の投資判断に著しい影響をおよぼすものと解釈されるべきであろう。

### ③ バスケット条項との関係

本件は、新株発行によるUn社のN社株買収(M & A)事例であった。M & Aは、新株発行に限られるわけではない<sup>(7)</sup>。このことから、前記1の日本商事事例最高裁判決によれば、本件の新株発行は証取法166条2項1号イの「株式の発行」として包摂・評価される面とは異なる別の側面を含んでいるといえよう。してみれば、バスケット条項とされる同項4号該当の可能性もあるといえよう。

本件では、1号イの「株式の発行」に該当する可能性が高いことから同規定に基づいて訴因が構成されている<sup>(8)</sup>。解釈によって該当の有無が決まる4号と比較して、一定の事実があれば「重要事実」とされる1号は立証しやすいのがその理由であろう。

法)

- (1) 東京地判平成9年7月28日判決(判例時報1618号33頁)。
- (2) 東京高判平成10年9月21日判決(商事法務1514号106頁)。
- (3) 最判平成11年6月10日判決(刑集53巻5号415頁)。
- (4) 池田修=三好幹夫「時の判例」ジュリスト1164号133頁(平成11年)。
- (5) 黒沼悦郎「時の判例」法学教室234号109頁(平成12年)。
- (6) 黒沼・前掲注(5)109頁。
- (7) 龍田・会社法(第8版)406頁以下参照(平成13年)。
- (8) 池田=三好・前掲注(4)134頁以下。

## IV 民事救済の検討

インサイダー取引で損害を受けた投資者は、インサイダーに損害賠償を請

求できるであろうか。証取法160条は、相場操縦をした者にたいして損害賠償を請求できる旨明定する。インサイダーにたいしては同様の規定がないことから、損害賠償は認められないとの解釈もありえよう。しかし学説の多くは、なんらかのかたちで投資者の民事救済を認めるべきであるとする。たとえば、投資者は証取法157条・同法166条・同法167条と民法709条を根拠に不法行為責任を追及できるとする<sup>(1)</sup>。また、取締役や監査役がインサイダーであれば商法266条ノ3 1項・同法280条1項に基づく責任追及も可能であるとされる<sup>(2)</sup>。

インサイダー取引には、相対取引でなされる場合と取引所取引による場合とがある。インサイダーに不法行為責任が成立するためには、因果関係の証明が要求される。当該証明は、取引当事者が確定している相対取引のケースでは、さほど問題にはならないであろう<sup>(3)</sup>。しかし当事者を確定するのが不可能に近くまたその必要もない取引所取引のケースでは、因果関係の証明は非常に困難である。いわゆるジャパンライン事件東京地裁判決<sup>(4)</sup>は、因果関係の証明がないとして原告の請求を棄却した<sup>(5)</sup>。因果関係の証明がないとして、インサイダー取引で損害を受けた投資者が救済されないのは問題といえよう。なぜなら、投資者が重要事実を知っていれば取引をしなかったであろうからである。

民法709条に基づくインサイダーにたいする民事賠償の請求は、因果関係の証明がネックとなって実現は困難であろう<sup>(6)</sup>。そこで、因果関係に関する推定規定を設けるのも一考に値しよう<sup>(7)</sup>。すでに早くから、米国連邦証券法典案を参考にインサイダー取引規制に関する法律私案もだされている<sup>(8)</sup>。インサイダーに刑事罰を科すと同時に民事責任の追及を認めることで、インサイダー取引規制が実効あるものになる<sup>(9)</sup>。そのためには、どのようなかたちで投資者に民事救済を認めるのがよいのかについてさらなる検討が必要とされよう。

法)

- (1) 竹内「インサイダー取引規制の在り方」ジュリスト964号48頁(平成2年)。
- (2) 龍田・新版注釈会社法(6)323頁(昭和62年)。実際に、投資者が商法266条ノ3 1項に基づく民事訴訟を提起したケースがある(資料版商事法務135号3頁(平成7年))。もっとも、その後に和解が成立したようである(日本経済新聞平成9年12月13日)。
- (3) 相対取引のケースでインサイダーに民事責任を追及するための理論構成は種々あるが、それらは必ずしも説得的ではない。詳細は、龍田「内部者取引の効果に関する立法論的考察」企業法の研究716頁以下(昭和52年)参照。
- (4) 東京地判平成3年10月29日判決(金融・商事判例898号29頁(昭和63年))。
- (5) 判決は、つぎのように述べる。

「証券取引所における株式取引では、個々の顧客の委託注文は、証券会社を通じて証券取引所に集約され、値段及び時間を基準にして集計された売り注文と買い注文が集団的に結び付けられて売買が成立する。したがって、この場合、被告の株式売却と原告の株式買い受けとの間に売買が成立したというには、まず、集団競争売買の中で、被告の売り注文と原告の買い注文とが、現実に関結付けられたことが、原告によって主張立証されなければならない。」

もっとも、牛丸與志夫「前掲東京地判平成3年10月29日判批」私法判例リマックス1993 <下> 101頁は本件における因果関係の存在を肯定する。

- (6) 上田真二「公開市場を通じてなされたインサイダー取引の民事救済」阪大法学51巻1号310頁(平成13年)。
- (7) 前掲注(4)の東京地裁判決が、これを示唆する。
- (8) 龍田節「内部者取引に関する法律私案と提案趣旨」商事法務746号2頁(昭和51年)。
- (9) 昭和63年にだされた証券取引審議会報告書「内部者取引の規制の在り方について」[Ⅲ・4・(3)]もつぎのようにいう。「内部者取引をした者がその相手方に対し履行すべき損害賠償についてもそれが実効性を持ちうるような措置を講ずべきであるが、取引所取引に関する損害賠償の在り方については、原告適格、訴訟手続等について慎重な検討が必要と考えられるため、中長期的な課題として取り組む必要がある」